

ребления они обрели присущий им стиль»⁴. Там, где не хватает времени для формирования собственного стиля, архитектура и искусство могут, по мнению Земпера, пользоваться наличными формами, в особенности – символически насыщенными. Так, «Фонтан благодарности» в Дрездене, спроектированный по заказу одного из горожан после того, как в 1841–1842 гг. город избежал эпидемии холеры, украшен 18-метровой готической башней, а также скульптурами Иоанна Крестителя и других святых, «которые имеют какое-либо отношение к воде». Земпер не испытывает недостатка в подобных образах и символах, информативных для всякого цивилизованного человека. В практике «неевропейских народов» он выше всего оценивает «доходчивость... простой и доступной гармонии формы и цвета, инстинктивно достигнутой»⁵.

К сожалению, провидческие идеи Готтфрида Земпера не помогли европейской промышленности и архитектуре избежать целого ряда крайностей и кризисов, от упадка архитектуры 1880-х гг. до рационалистически-холодного интернационального дизайна 1990-х. Между тем, в его работах – как практических, так и теоретических, – видна уверенная рука мастера, сумевшего найти гармонию между техничностью и художественностью, традицией и современностью в новых исторических условиях.

Примечания

- 1 По другим источникам – у К.Бюлау и Н.Розенбургера.
- 2 Аронов В.Р. Эстетические взгляды Г.Земпера // Земпер Г. Практическая эстетика. М., 1971. С.19.
- 3 Земпер Г. Практическая эстетика. М., 1971. С.50.
- 4 Там же. С.182.
- 5 Там же. С.61.

*Вишнякова О.М.
(Златоуст)*

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИНВЕСТИЦИЙ В СЛИЯНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

Одной из важнейших задач стратегического управления предприятием Уральского региона является расширение сферы его деятельности. При исчерпании предприятием резервов внутреннего роста необходим переход к стратегии внешнего роста. Внешний рост предприятия осуществляется благодаря слиянию с другими предприятиями.

Существует несколько подходов к классификации слияний. Мы будем придерживаться следующей терминологии. При рассмотрении двух предприятий А и В возможно такое слияние, при котором остается только одно из этих предприятий – В. В таких случаях мы говорим о поглощении, и предприятие А называют поглощаемым, а В – поглощающим предприятием. Результатом слияния также может быть образование третьего предприятия – С, к которой перейдут активы предприятий А и В. Такую операцию называют объединением. Возможно также приобретение одного предприятия другим, так что оба они сохраняются, но А становится материнским, а В – дочерним предприятием. Термины «поглощение», «объединение» и «приобретение» часто пересекаются и могут использоваться как синонимы¹.

Разработана классификация операций слияния по структуре экономических отношений предприятий до слияния. Если два предприятия до слияния осуществляли сходные функции в производственной и сбытовой сфере, то их слияние называют горизонтальным. До осуществления горизонтального слияния предприятия могли бы быть конкурентами.

Возможна ситуация, когда между предприятиями были отношения поставщика и покупателя. Такое слияние называют вертикальным.

В третьем виде слияний участвуют предприятия, работавшие на разных рынках. Такой вариант называют созданием конгломерата.

Теоретическое обоснование процессов слияния исходит из идеи экономии на масштабах производства. Источниками экономии на масштабах производства являются: повышение загрузки технологического оборудования, специализация труда и оборудования и т.д. Такого рода экономия может стать результатом горизонтальной или вертикальной интеграции. В случае горизонтальной интеграции эффект могут дать стабилизация источников спроса или объема продаж, а также экономия издержек. В случае горизонтальных слияний источником экономии на масштабах производства являются постоянные расходы: накладные расходы и расходы на оборудование, которые дают тем большую отдачу, чем на большее число единиц продукции они приходятся. Дополнительная экономия может быть получена за счет объединения исследовательских, маркетинговых и финансовых подразделений слившихся предприятий. Присоединение предприятий, размер которых достиг того рубежа, когда следует увеличивать управленческий персонал, может обеспечить более эффективную загрузку управлен-

ческого персонала присоединяющегося предприятия, что позволяет избежать расширения числа управленцев в присоединяемом предприятии.

Существует и обратная гипотеза, что слишком крупное предприятие, которое не может больше получать экономию от расширения масштабов производства, может с помощью слияний добиться возобновления роста доходности.

Теоретическое исследование процесса слияний опирается на идею рыночных позиций и доли рынка, принадлежащей предприятию. Необходимо ответить на вопрос: действительно ли слияние предприятий ведет к чрезмерной отраслевой концентрации? Ведь такая концентрация может быть причиной монопольных доходов даже при отсутствии экономии на масштабах производства.

Взаимосвязь экономии на масштабах производства и контролируемой доли рынка в достаточной степени не исследована. Существует утверждение, что увеличение доли рынка ведет к экономии на масштабах производства. Это справедливо для предприятия, которое с ростом объема производства (ростом доли рынка) движется вниз по кривой издержек. Качественный анализ последствий слияния предприятия необходимо дополнить количественной оценкой. Решение предприятия о слиянии является инвестиционным, поэтому может быть оценено с использованием традиционных методов теории финансов. В основе принятия решения о слиянии лежит стремление максимизировать стоимость предприятия или приумножить доходы акционеров. В данном случае имеется в виду экономическая стоимость предприятия, эквивалентная текущей стоимости всех будущих поступлений от деятельности предприятия.

Для оценки экономической эффективности слияния предприятий необходимо сопоставить затраты, определяемые ценой приобретаемого предприятия, с полезным эффектом слияния. В качестве полезного эффекта выступает дополнительная стоимость, появляющаяся в результате слияния предприятий.

Экономический эффект появится в том случае, когда объединенная стоимость двух предприятий выше, чем простая сумма их стоимостей

$$\text{Эффект} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) > 0, \text{ где}$$

PV_A – экономическая стоимость предприятия А до слияния;

PV_B – экономическая стоимость предприятия В до слияния;

PV_{AB} – объединенная стоимость двух предприятий после слияния.

Таким образом, если предприятие А приобретает предприятие В и объединенная приведенная стоимость этих предприятий больше, чем простая сумма приведенных стоимостей каждого из них, то сделку по слиянию можно признать экономически выгодной.

Для предприятия А расходы на приобретение предприятия В определяются следующим образом:

Расходы = Цена сделки – PV_B^* , где

PV_B^* – экономическая стоимость предприятия В после слияния.

Чистая приведенная стоимость (NPV) слияния предприятий составляет:

$NPV = \text{Эффект} - \text{Расходы} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{Цена сделки} - PV_B^*)$.

Если NPV положительна, то традиционный критерий инвестирования подтвердит эффективность слияния.

Зарубежный опыт слияния компаний показывает, что самая распространенная причина неудач программ слияния состоит в том, что приобретающая компания слишком дорого платит. Для устранения подобных ошибок на практике необходимо дать достаточно точную стоимостную оценку приобретаемого предприятия. Очевидно, что дать однозначную оценку стоимости приобретаемого предприятия невозможно. На основе анализа экономических интересов приобретаемого и приобретающего предприятия можно оценить интервал стоимостной оценки приобретаемого предприятия.

Важным стоимостным ориентиром для приобретаемого предприятия является стоимость замещения, рассчитанная на основе оценки временных издержек и характеризующая затраты на воспроизводство предприятия с одинаковой потребительной стоимостью. Теоретически стоимость замещения необходимо знать, практически точно рассчитать невозможно. Поэтому она заменяется расчетом экономической стоимости приобретаемого предприятия, при условии, что его продажа не состоится. Сравниваются ликвидационная стоимость и экономическая стоимость приобретаемого предприятия при условии дальнейшей его эксплуатации без слияния. Максимальное значение из них является минимальной границей стоимости приобретаемого предприятия при слиянии.

Если соотношение складывается так, что ликвидационная стоимость приобретаемого предприятия превышает его экономическую стоимость,

то необходимо задуматься о целесообразности сделки и рассмотреть как наиболее выгодную альтернативу – распродажу его активов.

С точки зрения приобретающего предприятия рассматриваемая покупка бизнеса – это инвестиции и оценить их эффективность можно как эффективность любого инвестиционного проекта. Для приобретающего предприятия важно ограничить интервал договорного согласования цен оценкой максимальной стоимости приобретаемого предприятия, которая обеспечит безубыточность данной покупки. Для этого определяется приведенная стоимость денежных потоков предприятия после его приобретения.

Минимальная цена с позиций приобретаемого предприятия и максимальная цена с позиций приобретающего предприятия определяется приведенной стоимостью денежных потоков предприятия. Нуждаются в уточнении вид показателя денежного потока и выбор ставки дисконтирования. Минимальная и максимальная оценки отличаются тем, что в первом случае делаются прогнозы денежных потоков предприятия без учета слияния, а во втором случае – прогнозы денежных потоков после слияния предприятий.

Для минимальной стоимостной оценки есть смысл использовать показатель бездолгового денежного потока, который отражает способность предприятия к самофинансированию и позволяет выделить собственно ценность данного предприятия. Для максимальной стоимостной оценки приобретаемого предприятия лучше использовать так называемый сопутствующий денежный поток, учитывающий инвестиции в основной и оборотный капитал и выплаты процентов по кредитам.

Коэффициенты дисконтирования, используемые для минимальной и максимальной стоимостной оценки приобретаемого предприятия также должны быть разными. В первом случае коэффициент дисконтирования может быть определен на основе модели стоимости капитальных активов. Во втором случае для максимальной стоимостной оценки приобретаемого предприятия коэффициент дисконтирования представляет собой средневзвешенную стоимость акционерного капитала после совершения сделки.

Если минимальная стоимостная оценка приобретаемого предприятия представляет собой прогнозную экономическую стоимость предприятия без учета слияния, а максимальная стоимостная оценка – прогнозную экономическую стоимость с учетом слияния, включающую полез-

ный эффект свершения сделки, то разница этих оценок будет являться стоимостной оценкой эффекта слияния предприятий.

Примечания

- 1 Холт Роберт Н. Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. М., 1993.

*Главацкий М.Е., Дашкевич Л.А.
(Екатеринбург)*

ПАВЕЛ АНОСОВ: ИЗВЕСТНЫЙ И НЕИЗВЕСТНЫЙ

Когда мы начинали собирать материалы о жизни и деятельности Павла Петровича Аносова, многие пожимали плечами: Аносов? Отец русского булата? Так ведь о нем столько написано, стоит ли?.. Биография талантливого инженера, горнозаводского деятеля и ученого известна совсем не так уж хорошо, как кажется. К примеру, до последнего времени считалось, что он родился в Петербурге в 1799 г. Архивные поиски позволили установить, что в действительности он родился в Твери и произошло это 29 июня 1796 г.

Пожалуй, в истории русской металлургии нет личности более легендарной, чем Павел Петрович Аносов. Именно ему принадлежит первенство в открытиях, роль и значение которых во многом не сумели оценить его современники. Всемирно известным металлургом он стал на Южном Урале, в Златоусте – городе, который вполне можно назвать его второй родиной. Здесь Аносов проработал около 30 лет, пройдя все ступени заводской службы, от практиканта до горного начальника. Начинаяющий металлург приехал в Златоуст, когда само время требовало коренной реконструкции металлургического производства. Чтобы существенно улучшить свойства холодного оружия, необходимо было получить качественную сталь на основе новой технологии. В ходе ее разработки Аносов делает ряд крупных открытий – разрабатывает способ газовой цементации железа при переделе в сталь, применяет метод прямого получения стали из руд в тиглях, открывает технологию передела чугуна в сталь с присадкой руды, что стало позднее основой современного маргеновского процесса.

Вершиной творческой деятельности Аносова явилось получение русского булата – особого сорта высококачественной необыкновенно прочной стали, обладающей к тому же уникальными режущими свойствами. То, что было рождено в древности умельцами Индии, а затем